

KHUYẾN NGHỊ MUA TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC) QUỸ ĐẤT KHÔNG CÒN NHIỀU. ÁP LỰC ĐẨY NHANH TRÀNG DUỆ 3

Giá hiện tại:	34,250	Ngày viết báo cáo:	07/09/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước:	34,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	768	ĐẶNG THÀNH TÂM 24.9%
Giá mục tiêu mới:	42,500	Vốn hóa (tỷ VND)	21,877	KINH BẮC INVESTMENT 8.0%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	7.8	VINATEX 5.1%
Tiềm năng tăng giá	24%	Sở hữu nước ngoài	18.53%	

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với Báo cáo cập nhật gần nhất, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2024 là **42,500 VNĐ/CP** (Upside +24% so với giá mở cửa ngày 8/9/2023), dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 11% cho các dự án của Khu công nghiệp. Hiện tại, giá cổ phiếu KBC đã tăng +22% so với khuyến nghị trước đó của BSC (KBC MUA TP 34,000 VNĐ 13/6/2023). BSC tiếp tục tăng +25% so với giá mục tiêu trước đó chủ yếu đến từ việc **(1)** Giảm giá trị WACC từ 13% xuống 11% do mặt bằng lãi suất giảm, **(3)** Tăng quy mô dự án Trảng Cát +200 ha theo điều chỉnh quy hoạch.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index

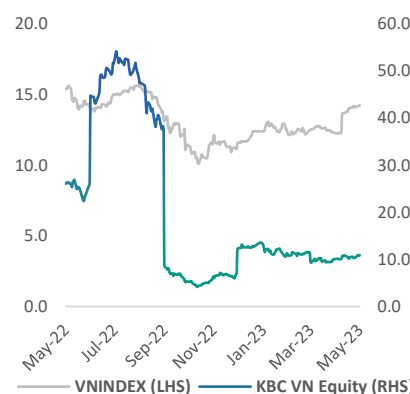


BSC lưu ý chúng tôi đang áp dụng mức chiết khấu 50% đối với dự án Trảng Cát và 100% đối với các dự án CCN Long An, Hưng Yên, Lộc Giang và Tân Tập để phản ánh các rủi ro về tiến độ triển khai. Đặc biệt, trong trường hợp tiến độ dự án Trảng Cát rõ ràng hơn, Chúng tôi sẽ giảm mức chiết khấu từ 50% về 0%, và giá mục tiêu mới của KBC tăng +35%. Đây sẽ là tiềm năng tăng giá của cổ phiếu trong tương lai.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 8,459 tỷ VNĐ (+790 %yoy), LNST – CĐTS đạt 2,780 tỷ VNĐ (+82% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 3,621 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.5, P/B FWD 2023 = 1.3x. So với Báo cáo cập nhật gần nhất, BSC lần lượt tăng +8% dự báo về doanh thu và +20% dự báo về lợi nhuận trong năm 2023, chủ yếu đến từ việc **(1)** tăng +12% giá bán dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, **(2)** điều chỉnh giảm chi phí SG&A và lãi vay do tỷ trọng chi phí/doanh thu trong 1H.2023 thấp hơn 2 điểm % kỳ vọng.

Bảng so sánh P/E và VN index



Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 11,819 tỷ VNĐ (+40 %yoy), LNST – CĐTS đạt 2,933 tỷ VNĐ (+6% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 3,821 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.0, P/B FWD 2023 = 1.1.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD 2023-2024 của KBC sẽ duy trì >2,000 tỷ VNĐ/năm** nhờ hưởng lợi từ (1) làn sóng chuyển dịch Trung tâm sản xuất công nghệ cao, và (2) quỹ đất 687 ha dự án Trảng Duệ 3 đã được mở khóa.
- Dự án Khu đô thị Trảng Cát mở khóa sẽ là động lực tăng trưởng cho KBC từ năm 2025** với tổng giá trị mở bán = 59,000 tỷ VNĐ, lợi nhuận 34,000 tỷ VNĐ.
- Quỹ đất trong dài hạn được bổ sung thêm 1,263 ha** từ KCN Tân Tập, Lộc Giang, và CCN Long An.

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	18.2	9.8	9.5	9.0
PB (x)	1.2	0.8	1.3	1.1
PS (x)	4.7	15.7	3.1	2.2
ROE (%)	7%	9%	13%	12%
ROA (%)	4%	4%	8%	7%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4,246	950	8,459	11,819
Lợi nhuận gộp	2,467	266	5,269	6,070
NPATMI	1,095	1,526	2,780	2,933
EPS	1,922	1,988	3,621	3,821
Tăng trưởng EPS	21%	3%	82%	6%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2.2023

Hình: Tóm tắt KQKD của KBC trong 1H.2023

BC KQKD	Q2.2022	Q2.2023	% YoY	6T.2022	6T.2023	% YoY
Doanh thu thuần	394	2,328	491%	1,085	4,551	319%
Thuê đất & CSHT	269	2,463	817%	586	4,541	675%
Chuyển nhượng BĐS	34	9	-75%	322	29	-91%
Tiện ích	77	75	-3%	152	172	14%
Cho thuê kho	13	21	53%	26	48	85%
Giá vốn	(210)	(680)	224%	(622)	(1,352)	117%
Lãi gộp	184	1,647	795%	463	3,199	591%
Thuê đất & CSHT	117	1,759	1397%	278	3,225	1062%
Chuyển nhượng BĐS	19	11	-43%	99	18	-82%
Tiện ích	41	32	-23%	72	90	24%
Cho thuê kho	7	(6)	-188%	14	13	-7%
Điều chỉnh giảm DT	-	(148)		-	(148)	
Doanh thu tài chính	85	137	62%	155	292	89%
Chi phí tài chính	(155)	(155)	0%	(300)	(287)	-4%
Trong đó: Lãi vay	(137)	(147)	7%	(265)	(244)	-8%
Lãi từ CTLK	-	-		-	-	
Chi phí bán hàng	(9)	(152)	1657%	(37)	(303)	712%
Chi phí Quản lý	(95)	(189)	98%	(210)	(294)	40%
Lãi từ HĐKD	209	1,295	519%	281	2,609	830%
Thu nhập khác, ròng	(485)	(3)	-99%	14	(4)	-131%
Lợi nhuận trước thuế	(276)	1,291	-568%	294	2,605	785%
Thuế TNDN	(47)	(279)	494%	(94)	(537)	471%
Lợi nhuận sau thuế	(323)	1,012	-413%	200	2,068	933%
Lợi ích CĐTS	43	32	-25%	85	148	73%
Lợi nhuận Cổ đông CT mẹ	(366)	980	-368%	115	1,921	1570%
Biên lợi nhuận gộp	47%	71%	24%	43%	70%	28%
Thuê đất & CSHT	44%	71%	28%	47%	71%	24%
Chuyển nhượng BĐS	54%	124%	70%	31%	60%	30%
Tiện ích	53%	42%	-11%	48%	52%	5%
Cho thuê kho	53%	-31%	-84%	55%	27%	-27%
Biên lợi nhuận ròng	-92.9%	42.1%	135%	10.6%	42.2%	32%

Nhận xét
<p>Kết thúc Quý 2.2023, KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 2,328 tỷ VNĐ (+491% YoY), LNST – CĐTS đạt 980 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận lỗ 366 tỷ VNĐ nhờ:</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu đạt 2,328 tỷ VNĐ (+491% yoy) nhờ ghi nhận 68 ha, chủ yếu từ bàn giao cho Goertek tại dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh trong Quý 2. Biên lợi nhuận gộp đạt 71%, tăng 24 điểm % chủ yếu do ghi nhận 63 ha dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh có giá bán (150 USD/m²/chu kỳ thuê) so với cùng kỳ chỉ ghi nhận 9 ha dự án Tân Phú Trung có giá thấp hơn (120 USD/m²/chu kỳ thuê). Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu vẫn được kiểm soát tốt ở mức 6-7% so với Q1. <p>Đánh giá chung: + KQKD Quý 2.2023 cải thiện mạnh so với cùng kỳ chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh có giá bán tốt và biên lợi nhuận gộp tốt. + KQKD vượt kỳ vọng của BSC do (1) giá bán của Nam Sơn Hạp Lĩnh (150 USD/m²/chu kỳ thuê) cao hơn 12% so với giả định, (2) chi phí bán hàng/doanh thu thấp hơn kỳ vọng.</p>

Nguồn: KBC, BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH BÀN GIAO QUỸ ĐẤT TRONG 1H.2023

- **Tổng giá trị quỹ đất đã ghi nhận trong 1H.2023 là 132 ha** – chủ yếu đến từ dự án Foxconn (Quý 1) và dự án Goertek (Quý 2), hoàn thành 67% dự báo của Chúng tôi trong [Báo cáo cập nhật gần nhất](#).
- **Tổng giá trị Biên bản ghi nhớ và các hợp đồng đã ký, nhưng chưa bàn giao tại Quý 2.2023 là 118 ha.** Các hợp đồng này sẽ được bàn giao và ghi nhận trong 2H.2023 – 1H.2024.

Hình: Cập nhật giá trị quỹ đất và giá trị Biên bản ghi nhớ của KBC tại Q2.2023

	Ghi nhận trong 1H.2023	Dự báo cũ năm 2023	% Hoàn thành dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh
Giá trị MOU và hợp đồng đã ký còn lại chưa bàn giao tại cuối Q2.2023	118				
MOU còn lại					
Quang Châu	27				
Nam Sơn Hạp Lĩnh	17				
Tân Phú Trung	11				
Tràng Duệ 1,2	-				
Tràng Duệ 3	-				
Hợp đồng đã ký, chưa bàn giao	65				
Diện tích đã ghi nhận trong kỳ	132	195	67%	210	Điều chỉnh giảm do tiến độ đền bù đất chậm hơn so với kỳ vọng. Tính đến hết Q2.2023, KBC đã nhận đền bù xong 12 ha/33.8 ha.
Quang Châu	52	80	65%	65	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	76	93	82%	100	
Tân Phú Trung	4	22	18%	30	
Tràng Duệ 1,2	-	-	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	-	-	

Nguồn: KBC, BSC Research tổng hợp

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với [Báo cáo cập nhật gần nhất](#), BSC vẫn giữ các luận điểm đầu tư đối với KBC và cập nhật chi tiết như sau:

1. **Dự án Tràng Duệ 3 sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong 2H.2023 và là động lực tăng trưởng cho KBC trong năm 2024.** Về tiến độ xây dựng, KBC đang trong giai đoạn đền bù. Công ty đã đền bù 200/687 ha. Về tiến độ pháp lý, KBC đang trình phê duyệt Chủ trương đầu tư dự án, dự kiến sẽ hoàn thành trong Tháng 9.2023, và hoàn thành nghĩa vụ tài chính trong 1H.2024.

Hình: Tiến độ dự án Tràng Duệ 3

Thời gian	Nhiệm vụ
Tháng 7.2023	Phê duyệt Quy hoạch 1/2000 Hoàn thành xin ý kiến Bộ Giao thông Vận tải về đấu nối dự án với Quốc lộ 10
Tháng 9.2023	Phê duyệt Chủ trương dự án
Tháng 2.2024	Hoàn thành Giải phóng mặt bằng và Nghĩa vụ tài chính
Tháng 5.2024	Khởi công, xây dựng hạ tầng kỹ thuật.

Nguồn: UBND TP. Hải Phòng

BSC tin rằng KBC sẽ tiếp tục phải đẩy mạnh và theo sát tiến độ dự án Tràng Duệ 3 trong 2H.2023 – 1H.2024 nhờ:

- **Quỹ đất còn lại từ các khu công nghiệp hiện hữu của KBC sẽ không còn nhiều (ước chỉ 80 ha thương phẩm cho năm 2024).** Tính đến cuối Quý 2.2023, tổng diện tích thương phẩm còn lại của KBC là 199 ha, bao gồm 28 ha KCN Quang Châu, 94 ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và 77 ha KCN Tân Phú Trung. Trong đó, 60% quỹ đất kể trên đã được ký kết Biên bản ghi nhớ/hoặc hợp đồng với khách hàng (118/199 ha) và sẽ bàn giao trong 2H.2023 – 1H.2024. Do vậy, Chúng tôi

cho rằng quỹ đất còn lại để KBC bán mới sẽ không còn nhiều trong năm 2024 – ước tính chỉ còn lại ~80 ha, chủ yếu tại KCN Tân Phú Trung.

Hình: Cập nhật giá trị quỹ đất và giá trị Biên bản ghi nhớ của KBC tại Q2.2023

Thông kê	Q1.2023	Q2.2023	2H.2023 – Q1.2024
Giá trị MOU và hợp đồng đã ký còn lại chưa bàn giao	186	118	
MOU còn lại			
Quang Châu	27	27	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	79	17	
Tân Phú Trung	-	11	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	
Hợp đồng đã ký, chưa bàn giao	80	65	
Diện tích đã ghi nhận trong kỳ	64	68	
Quang Châu	50	2	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	14	62	
Tân Phú Trung	-	4	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	
Diện tích thương phẩm còn lại cuối kỳ (ha)	267	199	81
Quang Châu	30	28	0
Nam Sơn Hạp Lĩnh	156	94	81 ha tại KCN Tân Phú Trung và Nam Sơn Hạp Lĩnh
Tân Phú Trung	81	77	
Tràng Duệ 1,2	-	-	
Tràng Duệ 3	-	-	

Nguồn: BSC Research ước tính

- Trong khi đó, nhu cầu cho thuê các khách hàng FDI từ Trung Quốc và cả Mỹ rất lớn và sẽ tiếp diễn trong 3 năm tới.** So với [Báo cáo cập nhật gần nhất](#), BSC giữ quan điểm làn sóng chuyển dịch Trung tâm sản xuất Công nghệ cao từ Trung Quốc sang Việt nam sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong giai đoạn 2023 – 2025. Theo sau Trung Quốc, BSC nhận thấy Mỹ cũng đang có xu hướng mở rộng cơ sở sản xuất công nghệ cao sang Việt Nam. Bằng chứng là việc:

 - Trong 1H.2023, Intel đang xem xét mở rộng Nhà máy thử nghiệm sản xuất Chip tại TP Hồ Chí Minh. Điều này sẽ thu hút thêm các công ty thành viên phụ trợ sang Việt Nam.
 - Ngoài ra, VSIP đang đẩy mạnh mở rộng VSIP Cần Thơ, VSIP 3 Bình Dương, vẫn đã thu hút được một số Biên bản ghi nhớ với các doanh nghiệp Công nghệ tại Mỹ trong T7 – T8.2023.

Với các tín hiệu kể trên, chúng tôi giữ quan điểm nhu cầu cho thuê các khách hàng FDI từ Trung Quốc và Mỹ vẫn sẽ rất tích cực trong giai đoạn 2023 – 2025.

- Ngoài ra, áp lực từ chính UBND TP Hải Phòng và đối tác LG sẽ thúc đẩy nhanh tiến độ dự án Tràng Duệ 3.** Như đã đề cập tại [Báo cáo cập nhật gần nhất](#), Văn phòng UBND TP Hải Phòng nỗ lực chỉ đạo UBND huyện An Lão, cũng như đốc thúc KBC để hoàn thành pháp lý dự án. Ngoài ra, trong Quý 2.2023, UBND TP Hải Phòng đã trao Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư điều chỉnh tăng thêm 1 tỷ USD cho LG Innotek Việt Nam. Với việc LG Innotek đang là khách hàng của KBC và cũng là đối tác FDI lớn đối Thành phố Hải Phòng, Chúng tôi cho rằng điều này sẽ áp lực cho KBC đẩy mạnh triển khai dự án trong thời gian tới.

2. Áp lực vốn cho dự án Tràng Cát là rất lớn trong 2H.2023 – 2024 do nộp bổ sung tiền sử dụng đất cho dự án Tràng Cát. BSC giữ kỳ vọng dự án Tràng Cát sẽ là động lực tăng trưởng của KBC kể từ năm 2025.

BSC cho rằng áp lực vốn cho các dự án Tràng Cát là rất lớn trong giai đoạn 2H.2023 – 2024, chủ yếu đến từ việc (1) Công ty sẽ phải nộp bổ sung tiền sử dụng đất - ước tính 3,000 - 4,000 tỷ do điều chỉnh quy hoạch dự án Tràng Cát, (2) KBC sẽ tiếp tục đền bù/GPMB/đầu tư hạ tầng kỹ thuật cho dự án Tràng Duệ 3 để đúng tiến độ – ước tính 5,000 tỷ. Với nhu cầu vốn lớn kể

trên, BSC cho rằng Công ty sẽ phải bổ sung thêm nguồn vốn từ vay ngân hàng vào cuối năm 2023. Chúng tôi hiện vẫn đang giữ kỳ vọng dự án Tràng Cát sẽ mở bán sớm nhất vào năm 2025.

Bảng: Ước tính nhu cầu vốn của KBC trong giai đoạn 2H.2023 – 2024.

Ước tính của BSC	Giá trị (tỷ VNĐ)
Số dư tiền tại Q2.2023	3,948
Dòng tiền vào 2H.2023 – 1H.2024	
Bàn giao KCN còn lại 118 ha các hợp đồng MOU và biên bản ghi nhớ - sau khi trừ các chi phí HTKT	4,000
Dòng tiền ra 2H.2023 – 1H.2024	
Tràng Duệ 3	
Tiền đền bù sử dụng đất 480 ha còn lại	(3,900)
Tiền sử dụng đất 687 ha	(824)
Đầu tư hạ tầng kỹ thuật 150 ha	(600)
Tràng Cát – Nộp tiền sử dụng đất bổ sung 150 ha	(4,000)
KĐT Phúc Ninh – Nộp tiền sử dụng đất bổ sung	-
Dòng tiền thuần	(1,376)

Nguồn: BSC Research ước tính

RỦI RO:

- **Diện tích bàn giao đất thấp hơn so với kỳ vọng** do(1) khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng) trong thời gian 12 tháng do tình hình kinh tế chung gặp nhiều khó khăn, (2) thiếu vốn triển khai.
- **Quá trình phê duyệt các dự án đầu tư mới kéo dài** do vướng mắc pháp lý.
- **Nhu cầu thuê đất giảm** do FDI suy giảm và áp lực cạnh tranh cao của các quốc gia khác trong khu vực.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Trong năm 2023, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **8,459 tỷ VNĐ (+790 %yoy)**, LNST – CĐTS đạt **2,780 tỷ VNĐ (+82% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,621 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.5, P/B FWD 2023 = 1.3x. So với [Báo cáo cập nhật gần nhất](#), BSC lần lượt tăng +8% dự báo về doanh thu và +20% dự báo về lợi nhuận trong năm 2023, chủ yếu đến từ việc (1) tăng +12% giá bán dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, (2) điều chỉnh giảm chi phí SG&A và lãi vay do tỷ trọng chi phí/doanh thu trong 1H.2023 thấp hơn 2 điểm % kỳ vọng.

Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần đạt **11,819 tỷ VNĐ (+40 %yoy)**, LNST – CĐTS đạt **2,933 tỷ VNĐ (+6% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 3,821 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 9.0, P/B FWD 2023 = 1.1. Chi tiết giả định như sau:

Hình 1: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023 của KBC

KQKD	2023F	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024	% Thay đổi dự báo 2023
Doanh thu thuần	7,864	8,459	11,819	790%	40%	8%
Giá vốn hàng bán	(3,067)	(3,190)	(5,749)	366%	80%	4%
Lợi nhuận gộp	4,796	5,269	6,070	1883%	15%	10%
Thu nhập tài chính	340	340	340	0%	0%	0%
Chi phí tài chính	(922)	(916)	(1,256)	54%	37%	-1%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(529)	(493)	(665)	-6%	35%	-7%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-			
Chi phí BH	(749)	(619)	(858)	1247%	39%	-17%
Chi phí QLDN	(488)	(488)	(512)	5%	5%	0%
Lãi từ HĐKD	2,977	3,586	3,783	113%	5%	20%
Thu nhập khác, ròng	3	3	4	-73%	40%	-9%
LNTT	2,980	3,589	3,787	112%	6%	20%

Thuế TNDN	(596)	(718)	(757)	498%	6%	20%
LNST	2,384	2,871	3,029	82%	6%	20%
Lợi ích CDKKS	76	91	96	82%	6%	20%
LNST Công ty mẹ	2,308	2,780	2,933	82%	6%	20%
EPS	3,007	3,621	3,821	82%	6%	20%
Chi tiết giả định						
Doanh thu						
KCN	7,057	7,653	10,883	1065%	42%	8%
KĐT	420	420	600	19%	43%	0%
Khác	386	386	336	-829%	-13%	0%
Lợi nhuận gộp						
KCN	4,540	5,013	5,812	1546%	16%	10%
KĐT	63	63	90	-69%	43%	0%
Khác	193	193	168	-180%	-13%	0%
Biên lợi nhuận gộp						
KCN	61%	62%	51%	34%	-11%	2%
KCN	64%	66%	53%	19%	-12%	2%
KĐT	15%	15%	15%	-43%	0%	0%
Khác	50%	50%	50%	-404%	0%	0%
Diện tích bàn giao (ha)						
Quang Châu	195	195	215			0%
Quang Châu	80	65	15			-19%
Nam Sơn Hạp Lĩnh	93	100	50			8%
Tân Phú Trung	22	30	25			36%
Tràng Duệ 3	0	0	125			

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với **Báo cáo cập nhật gần nhất**, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **KBC** với giá trị hợp lý năm 2024 là **42,500 VNĐ/CP** (Upside +24% so với giá mở cửa ngày 8/9/2023), dựa trên phương pháp RNAV với WACC = 11% cho các dự án của Khu công nghiệp. Hiện tại, giá cổ phiếu KBC đã tăng +22% so với khuyến nghị trước đó của BSC (**[KBC MUA TP 34,000 VND 13/6/2023](#)**). BSC tiếp tục tăng +25% so với giá mục tiêu trước đó đến từ việc **(1)** Giảm giá trị WACC từ 13% -11% do mặt bằng lãi suất giảm, **(2)** Tăng quy mô dự án Tràng Cát +200 ha theo điều chỉnh quy hoạch.

BSC lưu ý chúng tôi đang áp dụng mức chiết khấu 50% đối với dự án Tràng Cát và 100% đối với các dự án CCN Long An, Hưng Yên, Lộc Giang và Tân Tập để phản ánh các rủi ro về tiến độ triển khai. Đặc biệt, trong trường hợp tiến độ dự án Tràng Cát rõ ràng hơn, Chúng tôi sẽ giảm mức chiết khấu từ 50% về 0%, và giá mục tiêu mới của KBC tăng +35%. Đây sẽ là tiềm năng tăng giá của cổ phiếu trong tương lai.

Hình 2: Định giá

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Chiết khấu	Giá trị về KBC
Khu Công nghiệp	RNAV		13,403
Quang Châu			1,850
Nam Sơn Hạp Lĩnh			3,034
Tân Phú Trung			1,511

Tràng Duệ 3		4,735
Phí dịch vụ các KCN đã đi vào hoạt động		2,272
Khu dân cư	RNAV	15,507
Tràng Cát	50%	11,568
KDT Tràng Duệ		574
KDT Phúc Ninh - Bắc Ninh		3,364
Các dự án khác (như Tài sản kinh doanh dở dang, KCN Tân Tập, KCN Lộc Giang, . . .)	BV	726
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn		3,948
(+) Đầu tư dài hạn, tài sản cố định		5,134
(-) Nợ vay		(4,166)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(1,978)
Giá trị doanh nghiệp		32,573
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		767.4
Giá mục tiêu (VND/CP)		42,500

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 3: Bảng độ nhạy thay đổi giá mục tiêu của KBC theo mức độ chiết khấu dự án Tràng Cát

Chiết khấu (%)	0%	25%	50%	75%	100%
Giá mục tiêu (VND/CP)	57,500	50,000	42,500	34,500	27,500

Nguồn: BSC Research dự báo

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4,246	950	8,459	11,819
Giá vốn hàng bán	(1,779)	(685)	(3,190)	(5,749)
Lợi nhuận gộp	2,467	266	5,269	6,070
Thu nhập tài chính	170	340	340	340
Chi phí tài chính	(541)	(595)	(916)	(1,256)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(481)	(523)	(493)	(665)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	412	2,187	-	-
Chi phí BH	(190)	(46)	(619)	(858)
Chi phí QLDN	(429)	(464)	(488)	(512)
Lãi từ HĐKD	1,888	1,686	3,586	3,783
Thu nhập khác, ròng	(127)	10	3	4
LNTT	1,762	1,697	3,589	3,787
Thuế TNDN	(410)	(120)	(718)	(757)
LNST	1,352	1,577	2,871	3,029
Lợi ích CĐKKS	257	50	91	96
LNST Công ty mẹ	1,095	1,526	2,780	2,933
EPS	1,922	1,988	3,621	3,821

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	2,562	1,683	1,107	1,144
Đầu tư ngắn hạn	2,016	2,442	2,442	1,953
Phải thu ngắn hạn	9,346	10,896	8,981	12,815
Hàng tồn kho	11,515	12,330	12,830	17,087
TS ngắn hạn khác	245	323	2,875	4,017
TS ngắn hạn	25,684	27,674	28,236	37,016
Phải thu dài hạn	1,490	821	862	905
TSCĐ nguyên giá	562	723	730	737
Khấu hao	(313)	(358)	(510)	(664)
TSĐT nguyên giá	255	256	168	80
Khấu hao	(65)	(88)	(88)	(88)
TS dở dang dài hạn	1,074	1,170	1,193	1,217
ĐT dài hạn	2,298	4,697	4,697	4,697
TS dài hạn khác	16	12	106	148
TS dài hạn	5,318	7,232	7,158	7,032
Tổng TS	31,002	34,907	35,393	44,048
Nợ phải trả	4,996	6,733	9,553	13,434
Vay ngắn hạn	1,515	3,951	705	630
Tổng Nợ ngắn hạn	6,511	10,684	10,257	14,064
Vay dài hạn	5,539	3,687	3,491	5,309
Nợ dài hạn khác	2,382	2,690	928	928
Tổng Nợ dài hạn	7,922	6,377	4,419	6,237
Tổng Nợ phải trả	14,433	17,061	14,677	20,302
Vốn góp	5,757	7,676	7,676	7,676
Thặng dư vốn	3,397	2,744	2,744	2,744
Vốn chủ khác	(362)	2	2	2
Lãi chưa phân phối	5,411	5,646	8,426	11,359
Lợi ích CĐTS	2,366	1,777	1,869	1,965
Tổng VCSH	16,569	17,846	20,717	23,746
Tổng nguồn vốn	31,002	34,907	35,393	44,048

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
(LỖ)/LNTT	1,762	1,697	3,589	3,787
Khấu hao và phân bổ	76	76	152	154
Thay đổi vốn lưu động	(3,031)	(1,077)	(1,425)	(6,859)
Điều chỉnh khác	(39)	(1,913)	493	665
LCTT từ HĐKD	(1,232)	(1,218)	2,809	(2,253)
Tiền chi mua TSCĐ	(240)	(274)	58	57
Đầu tư khác	(2,911)	(249)	-	488
LCTT từ HĐĐT	(3,151)	(523)	58	545
Tiền chi trả cổ tức	(19)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	1,332	527	(3,443)	1,744
Tiền thu khác	4,583	335	-	-
LCTT từ HĐTC	5,896	861	(3,443)	1,744
Dòng tiền đầu kỳ	1,050	2,562	1,683	1,107
Tiền trong kì	1,513	(879)	(576)	36
Dòng tiền cuối kỳ	2,562	1,683	1,107	1,144

Chỉ số	2021	2022F	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	3.9	2.6	2.8	2.6
H số TT nhanh	2.1	1.4	1.2	1.1
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	47%	49%	41%	46%
H số Nợ/VCSH	87%	96%	71%	85%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	2,363	6,575	1,468	1,085
Số ngày phải thu ngắn hạn	803	4,185	388	396
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	58%	28%	62%	51%
Lợi nhuận LNST	32%	166%	34%	26%
ROE	7%	9%	13%	12%
ROA	4%	4%	8%	7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	70%	-78%	790%	40%
Tăng trưởng EBIT	80%	-1%	84%	9%
Tăng trưởng LNTT	68%	-4%	112%	6%
Tăng trưởng EPS	21%	3%	82%	6%
SLCP lưu hành (triệu)	570	768	768	768
BVPS	29,081	23,248	26,989	30,935

Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

